

Les fonds de *Private Equity* : un capitalisme qui renaît ?

par

Christophe Moret

Vice-Président, Estin & Co

Rien ne va apparemment plus pour les fonds de *Private Equity*. Outre se faire traiter de « locustes » par un ministre allemand ou de « rapaces » par des journalistes économiques, voilà que les marchés financiers les puniraient, enfin, de leur *hybris* en leur refusant les prêts consubstantiels à leur activité.

Mais sont-ils réellement si nuisibles ? Sont-ils réellement des profiteurs de court terme qui strangulent les entreprises au cœur de nos économies ? Sont-ils des destructeurs de valeur au bénéfice de taux d'intérêts faibles combinés à la déduction fiscale de ces intérêts ? Et, par ailleurs, sont-ils réellement menacés par une hausse des taux d'intérêt ?

Concernant la prétendue *hybris* : il est indispensable dans cette industrie que le cash flow des acquisitions permette le paiement des intérêts (élevés) et le remboursement de la dette (élevée elle aussi). Des industries cycliques, aux cash flow erratiques, ne sont pas appropriées.

Jusqu'à cet été, du fait de la forte concurrence entre fonds pour conclure des transactions, la prudence de base a été quelque peu perdue par certains acteurs (y compris des banques prêteuses), qui en feront certainement les frais dans les années à venir.

Le refroidissement actuel, provoqué par les secousses du monde financier provenant de la crise des subprime et de ses réverbérations (non totalement prévisibles), va contribuer à « assainir » le marché.. Certains fonds ou certaines banques, par manque d'expérience, par volonté de conclure littéralement à tout prix, ont outrepassé le bon sens. C'est finalement normal dans une activité à faibles barrières d'entrée apparentes, après plusieurs années de croissance et de forte rentabilité : les nouveaux entrants prennent des risques excessifs.

Pas de quoi cependant mettre en péril le secteur.

Créer un levier financier et attendre ne suffit plus

Un fond de *Private Equity* n'est pas une machine à acheter et revendre n'importe quelle entreprise en la pressant comme un citron.

D'abord revendre un citron pressé n'est en aucun cas une stratégie gagnante. Ensuite le prix de revente est ce qui importe le plus à un fond : la banque prêteuse veut voir ses intérêts payés et son prêt remboursé, le fonds et le management (le plus souvent solidaires) réalisent leurs gains sur la croissance de la valeur des fonds propres (*l'Equity*).

Certes, l'effet de levier contribue à cette croissance (par le fait que la valeur de l'entreprise est celle de la dette plus celle des capitaux propres, et qu'avec l'extinction progressive de la dette la valeur des capitaux propres croît mécaniquement, sauf à ce que le citron soit pressé).

Aujourd'hui cependant, dans un marché concurrentiel où les fonds ont plus d'argent qu'ils ne peuvent trouver de deals pour le dépenser, le prix d'achat d'une entreprise inclut les gains attendus liés à l'effet de levier.

Pour réaliser les gains substantiels promis et attendus, les fonds de *Private Equity* doivent donc aller chercher, au-delà de ce qui est affiché dans les plans de l'entreprise, des améliorations opérationnelles, des relais de croissance des entreprises qu'ils rachètent. Ce n'est ni facile, ni trivial, car les améliorations ne sauraient nuire au développement de

l'entreprise, sous peine d'en réduire la valeur et donc le prix de revente, et les développements ne peuvent absorber trop de cash, sous peine de mettre en péril le montage financier par de la dette.

Un fonds doit donc, outre mettre l'entreprise sous tension afin qu'elle performe au maximum de ses possibilités, travailler sur sa croissance, sur des modifications lourdes de son périmètre qui créeront de la valeur : consolidation avec d'autres acteurs dans les industries où ceci apporte un avantage de coût ou de marge, augmenter la couverture géographique pour doper la croissance, restructurer son portefeuille d'activités ou de clients, refondre lourdement sa structure industrielle, etc...

Les fonds sont à la fois les instigateurs et les moteurs de changement. Ils remplissent une réelle fonction de création de valeur. Ils sont des entreprises de portefeuilles qui achètent des entreprises pour les redresser, ou accélérer leur croissance tout en maintenant une forte rentabilité.

Les nouveaux holdings

Ils ressemblent beaucoup aux holding des années 60, à la *ITT*, dont les portefeuilles d'activité hétéroclites ont amené, entre autres, la fameuse matrice du BCG. *ITT* en moins de 10 ans a acheté plus de 350 compagnies et multiplié son chiffre d'affaires par plus de 20, dans des activités aussi diverses que l'équipement télécom, les hôtels, l'assurance, l'agro-alimentaire,... pour être dépecé dans les années 70.

Les holdings, alors, souffraient de boulimie : la croissance était leur mot clé, et si parfois ils pouvaient, par des systèmes de reporting et de motivation adaptés, améliorer la performance de leur acquisition, ils ne la revendaient pas. La création de valeur réalisée était diluée par la suite, dans un grand magma de sociétés hétéroclites et qui ne subissaient plus guère de pression efficace à performer.

Seul, *Hanson Trust*, dans les années 70 et surtout 80, opérait comme le font aujourd'hui les fonds, revendant régulièrement des entreprises ou des parties de celles-ci. Ses actionnaires lui en savent gré : entre 1980 et 1993, son TSR (Total Shareholder Return) annuel moyen a frôlé les 30%...

C'est dans cette lignée que s'inscrivent les fonds de *Private Equity* : ils créent de la valeur, et lorsque leurs systèmes de motivation et de gestion ont transformé l'entreprise, lorsque leur drive à la faire croître s'érode, ils la revendent, optimisant ainsi le rendement de leur investissement. Ils sont les holdings du vingt-et-unième siècle et contribuent à la (par ailleurs faible) croissance des économies européennes où ils opèrent.

Loin d'être des locustes, ce sont des pépiniéristes attentionnés.

Octobre 2007

Estin & Co est un cabinet international de conseil en stratégie basé à Paris, Londres, Genève et Shanghai. Le cabinet assiste les directions générales de grands groupes européens et nord-américains dans leurs stratégies de croissance, ainsi que les fonds de private equity dans l'analyse et la valorisation de leurs investissements.